

Contents

特集：米国経済の3つの方向性	1p
< 今週の”The Economist”から >	
”Japanese spirit, western things” 「和魂洋才」	6p
< From the Editor > 「SARSと日本経済」	8p

特集：米国経済の3つの方向性

今週はさながら「米国経済ウィーク」です。グリーンズパン議長の議会証言（7/15）があり、小売り売上高（7/16）、消費者物価と鉱工業生産（7/16）、消費者信頼感指数（7/18）など、重要な経済指標の発表が目白押し。加えてインテルとマイクロソフトの四半期決算もあり、米国経済の方向性を問う上で非常に重要な1週間となっています。

ここで語るのは少しフライング気味ですが、今後の米国経済を予見してみましよう。現状維持、悲観、楽観の3つのシナリオを提示してみたいと思います。

グリーンズパン議長の逡巡

米連銀議長は年に2回、2月と7月に議会で公聴会を行なう。「ハンフリー・ホーキンス証言」と呼ばれるこの機会は、連銀が果たさねばならないアカウントビリティ（説明責任）の舞台である。過去には市場に重大な影響を与えた例もあり、特に1997年7月、グリーンズパン議長が情報通信技術の革新による生産性の向上を指摘したことは、「ニューエコノミー論にお墨付きを与えたもの」と解され、ダウ8000ドル超えの原動力になったことが知られている。

思えば連銀議長は、米国経済のことを「何でも知っている」かのように振舞わなければならないツライ立場である。明かな「読み間違い」を天下に晒せば、市場が受ける動揺は計り知れない。しかし経済の先行きを常にピタリと当てるなどということは、いかに「神様」といってもできることではない。そこでグリーンズパン議長は、難解な言葉で自己のスタンスを韜晦しつつ、なおかつ市場を驚かすことがないように心を砕いている。この辺の技術が「市場との対話」と呼ばれるところだが、今回は失敗例だったといえそうだ。

もともとグリーンズパン議長は、「米国経済は悪くない。地政学的リスクが終われば景気はよくなる」という認識を示していた。それではイラク戦争が終わったら、米国経済の先行きの霧がきれいに消えたかということ、そんなに簡単ではなかった。そこで5月6日のF O M Cでは、「景気リスクはバランス状態だが、歓迎できないインフレ率の大幅低下の可能性がある」と、デフレ警戒モードをほのめかした。いよいよ米国経済も日本の後追いを始めたか、ということで国債が買われ、長期金利は3%近くにまで低下した。つまり金利を動かすことなく、長期金利をトークダウンすることに成功したわけだ。

ここまでは良かった。しかし続く6月25日のF O M Cでは、多数派が0.5%の大幅利下げを予想していたところを、連銀は0.25%の小幅利下げに留めた。債券を買い進んでいた投資家としては、はしごをはずされた。お陰で債券は暴落して長期金利は上昇。連銀は自分の手で債券バブルを作り、自分で壊した形となった。

そして迎えた7月15日の議会証言。欲を言えば、株式市場には「景気は悪くない」と伝えて大いに株価を上げてもらい、なおかつ債券市場には「金利は上げない」と伝え、長期金利の上昇を止めたかったところだろう。さすがに、ここまでは無理だった。株式市場は議会証言を「予想通り」と受け止めたが、債券市場は大荒れとなり、長期金利は4%近くまで上昇。この結果はたぶん实体经济に響くので、痛いところであろう。

ここまでの経緯を振り返ってみると、グリーンズパン議長の「市場との対話」は、株式市場ではともかく、債券市場では失敗したようである。その原因は、「デフレ懸念」を必要以上にアピールし過ぎたせいではなかっただろうか。素直に「景気は思ったより悪い」と認めておけばよかったものを、みずからの無謬性を演出するために（これは中央銀行総裁として必要なことであろうが）、デフレの懸念を後づけで強調してみせた。これが市場をミスリードすることにつながってしまったように思える。

金融政策の次の手段は？

とはいうものの、連銀がデフレの可能性を心配していることも間違いはない。そのことは証言の中で、日本について2度言及していることから窺える。

とくに次の部分は、明かに日本経済を「他山の石」と見なしている部分である。

To be sure, there are credible arguments that the Japanese experience is idiosyncratic. But there are important lessons to be learned, and it is incumbent on a central bank to anticipate any contingency, however remote, if significant economic costs could be associated with that contingency.

たしかに日本の経験は特異な事例であるという信ずべき議論はある。しかしここには学ぶべき教訓があり、いかに小さな可能性であっても、非常事態が甚大な経済的コストを伴うとするならば、そのことを考慮することが中央銀行としての責務である。

「日本は特殊なケース」だと断った上で、米国経済が日本のようになったときのことは考え

ておかなければならないと、含みを持たせた表現をしている。ただし、それがどんな準備を意味するのかは言及していない。

市場から見ると、ここが気になるところである。なんとすれば、連銀が有している**金融政策という拳銃には、もうほとんど弾が残っていない**。FF金利が1.00%で公定歩合が0.50%ということは、どう考えても利下げ余地はあと2回までだろう。あと2発撃っても効果がなかったら、その後はどうやってデフレという怪物と戦うのか。日本などは99年2月に金融政策の拳銃を撃ち尽くし、ゼロ金利状態が長く続いているわけだが、丸腰というわけにはいかないので、「量的緩和」という武器を使っている。連銀も「次の武器が何か」、すなわち「金融政策を撃ち尽くしてしまった後の手段」を視野に入れる必要がある。市場の側では、「国債の買い入れ」や「インフレ・ターゲティング」といった新しい武器（非伝統的な金融政策）を示唆するのではないかという予想があった。

しかし今回の議会証言では、その点に関する具体的な言及はなかった。もちろん、検討されていない筈がなく、敢えて取り上げない道を選んだのであろう。なぜ語らなかったのかという点は、こちら側で考えねばならない。「そこまで事態が深刻ではないと思っている」（楽観）か、「言及すると、かえってデフレ懸念を強めてしまうことを恐れた」（悲観）か。あるいは「現時点ではよく分からないから、判断を先送りした」（中立）か。

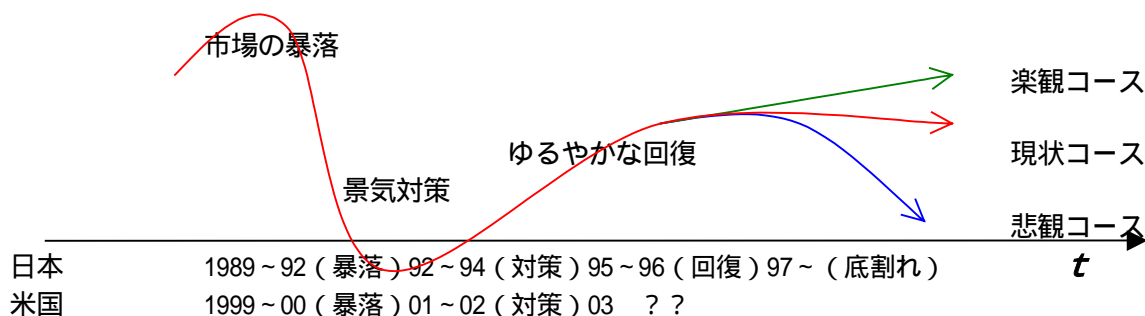
グリーンSPAN議長の胸中は筆者には分からない。ただし、**米国経済の前途が楽観から悲観まで、大きく意見が分かれる**ことだけは間違いない。

景況感、3つの可能性～ 現状維持コース

米国経済の現状については、何度も書いているように「1993年頃の日本経済」に重ねると分かりやすい。ただし、そろそろ次の展開が気になってきたので、今回は今後の方向性について、3つのシナリオを提示してみたい。

最初は「現状コース」であり、**現在のような実感なき回復が持続する**というシナリオである。

日本と米国、バブル崩壊後の軌跡



2000年のハイテクバブル崩壊から3年がたち、財政と金融の両方から大型の景気刺激策が打たれている。その結果、景気は少なくとも数字の上では改善し、株価も上昇している。これは「大統領選挙の前年には株価が上昇する」というジンクスにも符合している。その一方、**雇用は悪化するし、物価はディスインフレ傾向を示しているという「実感なき回復」となっている。**

奇妙な偶然だが、最近、ファニーメイやフレディマックといった住宅金融会社において、決算疑惑が報じられている。日本で住専問題が浮上したのが93年であり、深刻な問題となったのが95年以降。米国でも近い将来にこれらの問題が表面化し、大きな経済事件に発展するかもしれない。

その一方、90年代前半の日本を想起してみると、消費者は物価下落のメリットを享受し、生活水準が急速に悪くなったわけではなかった。米国大統領選挙においては、失業率とインフレ率を足した「ミゼラブル指数」が高くなると現職不利、という法則があるが、2004年の場合は失業率の上昇を物価下落が打ち消すこととなるので、「経済問題でブッシュ政権を追い込む」という民主党の戦略は機能しないかもしれない。

90年代前半の日本の経験が教えることは、バブル崩壊後の景気回復には時間がかかるということだ。極端な減税と金融緩和を続けているものの、財政再建や利上げはあまり急がない方がいい。この点、**米国の政策当事者は日本のケースを十分に検討済みであるし、ブッシュ政権が急に財政保守主義に転向することも考えにくい。**おそらく10年前の日本と同様、財政赤字を垂れ流しつつ、長期金利は上がらない状態が続くのではないだろうか。

このように、今後の米国経済が現状維持コースをたどるのであれば、魅力的な展開というほどではないものの、憂鬱な未来という程のことでもない。成長率も2~3%台は確保されるので、日本などから見ても当面は「御の字」の水準が続くのではないだろうか。

資本流出はあり得るか？ ~ 悲観コース

日本の場合は、財政赤字はほとんどが国内の資金でファイナンスされていたから、大きな問題にならなかった。しかし外資に依存している米国の場合は、ひとつ間違えば資本流出が発生し、長期金利の上昇を招いて景気の底割れを招くのではないか。とくに「**双子の赤字**」**が目に見えて拡大している中で、ドルの安定は維持できるのだろうか** 日本のエコノミストの間では、こういった懸念が強い。

この点に関しては、ブッシュ政権が楽観的であることは驚くほどだ。前クリントン政権においては、ルービンやサマーズといった経済閣僚が、「経常赤字はサステナブルではない」と繰り返していた。それが現ブッシュ政権では、「今日の国境なき世界においては、対外収支の均衡にはいかなる重要性もない」（オニール・ドクトリン）となってしまう。**民主党政権下では、人為的な調整がなければ経済は暴走するというコンセンサスがあったが、現在の共和党政権はそもそも政府の介入の必要を認めない。**

財政赤字についても同様である。高齢化によって社会保障費が伸び、軍事費を聖域化している中で税収が伸び悩んでいるのだから、財政赤字は否応なく拡大していく。そんな中で**ブッシュ政権が大型減税にこだわるのは、とにかくイデオロギー的なこだわりがあるから**であろう。よく言えば市場メカニズムを信頼しているということになるが、悪く言えば財政健全化という視点がなく、そもそも歳入と歳出を近づけようといった意識がない。レーガン政権にも同様な傾向があったが、この点は日本人から見ると信じがたい性向である。

余談ながら、安全保障問題に対する態度ではこの関係が逆転する。クリントン政権は本質的に海外への軍事介入を嫌がった。ブッシュ政権は反対に、海外に介入しないことには米国の安全は守れないという意識が徹底している。特に「9・11」後は、「何もしないことにリスクがある」というコンセンサスが醸成され、すでにアフガニスタンとイラクで戦争を行なっている。

ともあれ、**ブッシュ政権は米国経済の不均衡に手をつけるつもりはなさそう**だ。クリントン政権の節度ある経済運営を8年間も見てきた立場からいえば、これほど危なっかしいものはないように思える。同様な経済運営を8年間行なったレーガン政権では、後半でプラザ合意（85年＝ドル安）、ブラックマンデー（87年＝株安）などの市場の激変を招いた。そういう意味では、市場の混乱による景気腰折れという悲観シナリオの可能性は排除できない。

ただし、90年代前半の日本経済が、危ないように見えて底割れしなかったように、悲観シナリオの蓋然性はそれほど高くはないと筆者は感じている。

ハイテク復活というサプライズ～ 楽観コース

米国経済には、本格的回復の可能性もあるのではないだろうか。

というのは、米国経済の根幹の問題はハイテクバブルの崩壊だが、**最近ハイテク産業の復権の兆候があちこちに見られ始めている**。インテルの4 6月期決算が予想以上に良かったこと、世界的にパソコン販売が好調を続けていること、そしてヤフーやアマゾンのような、「ドットコム企業」で利益が出るようになったことなどである。

そもそもIT産業は何でつまづいたか。90年代後半にインターネットが普及したとき、無限の可能性を秘めているように見えた。例えて言えば、何もなかった場所に大きな橋が出現して、これで世界は一変するよう思われたわけである。これに「ミレニアム・ブーム」が追い討ちをかけて、途方もないユーフォリアができてしまった。アイデアだけのドットコム企業が資金を集め、光ファイバーや電波の使用権に巨額の投資が行なわれた。

ところが後から分かってきたのは、「インターネットでお金を儲けることは難しい」ということである。橋を作ったゼネコン（ハードの会社）だけは儲かったが、橋を利用するビジネスは軒並み総討ち死にだった。まずいことに、将来性を当て込んだ大型のM & Aやインフラ投資も行なわれたために、IT企業は巨額の負債を抱えて身動きが取れなくなった。これが米国版バブル崩壊の実態である。

しかし3年も経つと、橋の上でバスやタクシーを走らせたり、宅急便を送ったりといったサービスが少しずつ動き始めた。すなわち、本をネットで買うことが当たり前になり、バナー広告に効果があることが分かってきた。特に大きな技術的なブレークスルーがあったわけではないが、インターネットの使い方が広がることで、有用性が高まったのだ。

もしもIT産業が復活するのであれば、いろんな前提が覆ってくる。言ってみれば、「90年代の日本経済で地価が上昇する」ようなことになり、そうなるとハイテクバブル崩壊の調整は予想外に早く終了することになる。たとえば地球を何周もするような光ファイバーケーブルの回線も、サンクコストではなくて立派な経営資源になるかもしれない。そうなれば、景気の本格回復への道筋も見えてくる。

米国経済の先行きについて、「現状維持」「悲観」「楽観」という3つのシナリオを考えてみたが、世間一般の認識は2：1：0くらいの比率であろう。

筆者自身としては、2：1：1くらいの比率で考えている。最後の楽観シナリオは虫が良すぎるようだが、超少数意見であるところに値打ちがあると思う。なにしろこれが実現した場合は、きわめつけのポジティブ・サプライズとなるからだ。

<今週の”The Economist”誌から>

”Japanese spirit, western things”

「和魂洋才」

Special report

P20-22

*ペリー来航から今月で150年。外から見た不思議な国・日本を、”The Economist”誌が遠慮なく論評しています。(3p分を抄訳したのでいつもより短縮版です。ご注意を)。

<要旨>

ペリー提督が黒船を率いて江戸湾に来航してから今週で150年。ペリーはフィルモア米大統領の親書に砲弾を添えて、日本に開国と通商を求めた。それから1世紀半、日本は史上最大級の経済的成功を収め、世界最大の債権国となった。第2次大戦後の成功が有名だが、奇跡の源はもっと古い。そして米国は1853年にも、1945年にも、そして現在も日本は閉鎖的だと不満を持っている。幾多の国が西欧列強の前に開国したが、日本だけは自分流だった。

80年代のジャパン・バッシングと同じ不満が、ペリーの時代にもあった。今日では途上国が農産物市場の開放を望み、先進国は日本のマクロ政策に文句がある。不良銀行や無益な企業を守り、外資の導入を避けているから回復が遅い。輸出で稼ぐばかりでアンフェアだと。

たとえ保護主義で外人嫌いでも、日本の経済的成功は見逃せない。構造障壁があっても輸入が浸透せずとも、日本の輸出はより良く安いクルマや電機製品を提供し、西欧の消費者を利した。投資を受け入れないといっても、東アジアへの直接投資は地域を豊かにした。

だが日本の最大の貢献は、「西欧化せずとも近代化はできる」と世界に知らしめたことだ。

日本は最初から「和魂洋才」を目指した。日本は千年にわたって中国の文物を学んだ後、250年にわたって鎖国した。蘭学だけが許され、交易は長崎に限られた。ペリーを追い払うことができなくて、初めて「攘夷」のためには海外の技術を学ぶ必要があると知った。西洋への好奇心が解き放たれると、その後の発展は早かった。その反面、文化的変容への抵抗は今日に至っている。畳や布団を使い、互いに尊敬の念を示し、調和を維持することなどだ。

だが、自由に反対する日本の指導者達は、「和魂洋才」の意味をねじ曲げた。西洋の技術を学びつつ、政治的競争を避けて、自分たちの利益を守ろうとした。これを見たマハティールやタクシン、中国共産党などは、説明責任を果たさずに先進国になれると勘違いしている。

日本がこの道を歩み始めたのは、矛盾が積み重なったからだ。1868年、西洋人が日本製のパンに感動していたとき、明治維新が行なわれた。ここで生まれた日本精神には、ドイツ人の純粋性信仰、欧州人の植民地主義容認論、キリスト教を真似た国家神道などが盛り込まれた。かくして膨大な若者達が侵略への道をひた走り、最後は米国との衝突へと至る。

米国が日本を開国させたのは、中国への中継点だったからだ。後に日本が力をつけると、欧州列強との勢力均衡に利用した。そして日本が中国の植民地化に乗り出すと、真剣に怒った。皮肉なことに、米国が欧州や日本を相手に最終的に勝利し、中国の統一と開放に成功した瞬間、中国は共産化したのだが。そして半世紀後、米国は日本の協力を得て、1850年代以来の目的を果たした。中国本土はWTOに加盟し、グローバル経済の一員となった。

日米双方にとって、150年の関係は偉大な結果を残した。両国は今では2大経済国であり、技術先進国である。過去半世紀、米国は日本に安全保障と市場アクセスを提供し、日本は技術の改良や製造で米国を助け、東アジアの貿易投資を推進した。

米国にとっての真の課題は、排他的な地域ブロックが誕生することであり、その危険と戦うためには日本の協力が必要だ。だが、日本の改革が失敗すればそれもできなくなる。

日本の課題は、古い体制が経済に及ぼしている害悪である。なかでも競争への敵意は問題だ。輸出産業はさておき、農業、医療、教育には民間参入が制限され、建設、流通も負け組となっている。マクロ政策、金融政策への批判も正当だ。中央銀行、財務省、金融庁、官邸、与党などが互いに批判し合って動けない。公的部門の負債はGDP比で140%にもなる。

日本の指導者は、いまだに文化を言い訳に使い続けている。非民主的で不自由な伝統主義が背後にある。日本の国粹主義者達は金融の独立のために外資を拒否しようとする。国債の9割は国内で買われ、巨額の郵便貯金がそれを支えている。それこそが日本の呪いなのだ。国際資本市場にさらされた国は否応なく難破するが、日本の金融孤島には圧力が届かない。

歴史が知らせるところによれば、日本は1度コンセンサスができれば行動は早い。政治的な手詰まり状態が政争の結果、もしくは強力な指導者の出現によって解消するかもしれない。ただし日本の場合、得てして保守的で国粹的な指導者の方が支持を得やすいのが気がかりだ。これまでと同様、東アジアの未来はこの国の絶え間ない紛争の行く末にかかっている。

< From the Editor > S A R S と日本経済

もう1ヶ月前のことになりますが、ジェトロが面白い調査を発表しています。題して「アジア進出日系企業のS A R Sの影響に関するアンケート調査」(6月17日)¹。

この調査は、まさにS A R Sが沈静化しつつあった6月1~7日に行われました。筆者が見聞きしている範囲でも、この時期までの企業は、アジアに出張に行ってはいけなとか、出張から帰ったら10日間は出社に及ばずとか、中国のお客さんが日本に来るけど困ったなどと、てんでこ舞いが多かった。そしてその翌週には、一部で終息宣言が出たわけです。

アンケートに回答した1974社のうち、S A R Sの影響を聞かれて「61.2%の企業がマイナス」と答えている。特に中国、香港、シンガポール、台湾の順で影響が大となっている。ここまでは当然です。では具体的にどんなマイナスがあるかという点、「商談が滞っている」(66.6%)や「新規事業計画が滞っている」(33.1%)など、それほど深刻な事態ではない。本当に深刻な答えである「生産が滞っている」は5.4%、「物流が滞っている」は11.7%。つまり、S A R Sで人の流れは止まったが、モノの流れはほとんど止まっていなかった。

もうひとつ面白いと感じたのは、「中国への投資計画」について、6割は計画通り実施し、4割が「中止しないが延期した」と答えていること。みんなS A R Sで困ったなあ、と思っただけで、それで中国市場への進出をあきらめた企業はほとんどなかった。おそらく、現在はこれらの企業は、投資計画の実施を急いでいるでしょう。

「S A R Sで対中投資が止まる」「アジアのS C M(サプライチェーンマネジメント)が動かなくなる」といった記事は、新聞紙上で飽きるほど読みましたが、案の定、実態はこの程度でした。これは何の不思議もなく、新聞記者は「何かS A R Sで困ったことはありませんか?」と聞きにくる。聞かれた方は無理をして、「そういえば、こんな話がありました」などと応える。かくして悲観的な報道が増えるというのが、毎度繰り返されている図式です。

日本企業のアジアでの活動は、迅速に復旧していると思います。要するに「結果オーライ」ということですが、これも当面の景気にとっては大きなプラス要因のひとつにカウントしていいでしょう。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com

¹ 全文は右を参照。 <http://www.jetro.go.jp/re/j/sars/sars-june.pdf>